

Juillet 2019

ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2019-2020 BREXIT AVEC ACCORD OU SANS ACCORD, TELLE EST LA QUESTION

Slavena NAZAROVA

“

Donc nous nous préparons à sortir
le 31 octobre, quoi qu'il arrive...
À la vie, à la mort. ”

Boris Johnson

ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2019-2020

(Prévisions au T2 2019)

- 1 | EN RÉSUMÉ : NOUVELLE EXTENSION DU BREXIT ET ÉLECTIONS ANTICIPÉES**
- 2 FOCUS : UN BREXIT SANS ACCORD PEUT-IL ÊTRE À NOUVEAU ÉVITÉ ?**
- 3 LES DERNIERS DÉVELOPPEMENTS ÉCONOMIQUES**
- 4 LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO**

RÉSUMÉ DE NOTRE SCÉNARIO : NOUVELLE EXTENSION DU BREXIT ET ÉLECTIONS ANTICIPÉES D'ICI LA FIN DE L'ANNÉE

BREXIT : UN RISQUE PLUS ÉLEVÉ DE SORTIE SANS ACCORD LE 31 OCTOBRE.

L'incapacité de Theresa May à faire valider son accord de retrait par le Parlement a polarisé l'électorat britannique, obligeant les Conservateurs et les Travailleurs à adopter des positions radicales sur le *Brexit* : sortir de l'Union européenne (UE) le 31 octobre au plus tard, avec ou sans accord pour les Conservateurs, plaider pour un second référendum pour les Travailleurs. L'UE exclut toute réouverture des négociations sur l'accord de retrait, ce qui augmente mécaniquement la probabilité d'un *Brexit* sans accord le 31 octobre 2019. **Bien que le risque de *no-deal* a augmenté, nous pensons qu'un scénario combinant élections anticipées et extension de l'article 50 est plus probable qu'un *Brexit* sans accord.** Le Parlement est majoritairement opposé à un *Brexit* sans accord, et la majorité déjà faible du gouvernement a encore diminué sous la direction de Theresa May. Le gouvernement est donc plus vulnérable qu'auparavant à une motion de censure, ce qui pourrait conduire à des élections anticipées avant la fin de l'année, sachant que sept semaines doivent s'écouler, au minimum, entre le rejet de la confiance au gouvernement et la tenue de nouvelles élections législatives. Un nouveau report du *Brexit* serait nécessaire, en supposant que le Parlement soit en mesure d'obliger le gouvernement à demander une extension de l'article 50 et que l'UE donne son accord. À ce stade, il est difficile de prévoir ce que serait le résultat d'élections anticipées, mais les sondages indiquent qu'une coalition de

gauche aurait un peu plus de chances d'obtenir une majorité au Parlement qu'un nouveau gouvernement conservateur.

UNE CROISSANCE PLUS VOLATILE À COURT TERME AVEC UNE CONTRACTION PROBABLE DU PIB AU T2. Les craintes d'un *Brexit* sans accord le 29 mars 2019 ont soutenu la croissance manufacturière au premier trimestre, les entreprises ayant procédé à une constitution record de stocks. Ce phénomène s'est ensuite inversé au début du deuxième trimestre, entraînant une baisse de près de 4% de la production manufacturière en avril. Le secteur des services, qui dépend davantage de la demande intérieure, a continué d'afficher une croissance trimestrielle modeste mais régulière, mais les données mensuelles à fin avril montrent que l'activité a cessé de progresser au cours des trois derniers mois. **Nous prévoyons un PIB stable au deuxième trimestre (et une croissance de 1,4% en 2019, le même chiffre qu'en 2018), mais avec un acquis de -0,2% au mois d'avril, les risques autour de notre prévision sont orientés à la baisse.**

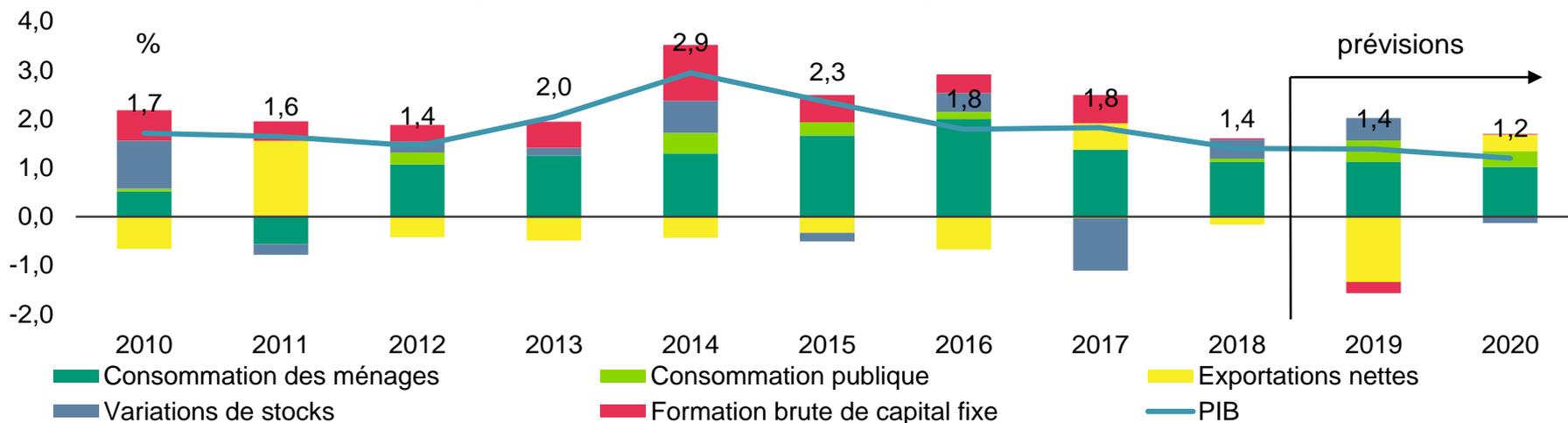
UNE CROISSANCE MOINS BIEN ÉQUILIBRÉE ET PLUS FRAGILE. Les incertitudes liées au *Brexit* continueront de peser sur l'investissement privé et sur la croissance. La consommation des ménages restera le principal moteur de la croissance grâce à des fondamentaux toujours favorables et, en particulier, à un marché du travail en situation de plein

emploi, avec un taux de chômage de seulement 3,8% et une croissance des salaires (3,4% dans le secteur privé) proche de ses plus hauts cycliques. Le pouvoir d'achat (revenu disponible brut ajusté par le déflateur des dépenses de consommation) a enregistré une hausse de 2,1% en 2018, après deux années de quasi-stagnation. Il devrait continuer à accélérer dans les prochains mois, sur fond de recul de l'inflation. Néanmoins, la situation financière des ménages reste fragile, comme l'indiquent la faiblesse du taux d'épargne (4,4% au premier trimestre 2019) et un niveau d'endettement de 148% du revenu disponible, un des plus élevés parmi les pays développés. Le commerce extérieur pourrait continuer à bénéficier de la faiblesse de la livre sterling, mais il devrait contribuer négativement à la croissance à chaque trimestre en 2020, en raison du ralentissement de la croissance attendu dans la zone euro et aux États-Unis et de la croissance modérée de la demande intérieure britannique. La *policy mix* restera favorable. La croissance de la consommation publique devrait rester soutenue : le gouvernement a assoupli sa politique budgétaire et de nouveaux assouplissements budgétaires sont probables sous la direction du prochain Premier ministre. L'économie devrait continuer de bénéficier de conditions monétaires et financières favorables, la BoE marquant probablement une pause dans son resserrement monétaire.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

PRÉVISIONS : UNE CROISSANCE INFÉRIEURE AU POTENTIEL, FORTEMENT TRIBUTAIRE DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES

Contributions à la croissance du PIB



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

- **En ce qui concerne le *Brexit*, nous tablons sur un scénario relativement favorable** : soit le *Brexit* est retardé (ce qui prolonge le *statu quo*), soit le Royaume-Uni quitte l'UE, mais avec une période transitoire. Cependant, il va sans dire que l'incertitude sur la relation à long terme va perdurer et continuera de peser sur la croissance et en particulier sur l'investissement.
- **La croissance du PIB devrait faiblir de manière significative au deuxième trimestre**, avec une stagnation voire une contraction, en raison des risques liés au *Brexit* et de la crise manufacturière mondiale. Jusqu'à présent, le marché du travail résiste bien, mais des signes de modération commencent à apparaître.
- **La consommation des ménages reste le principal moteur de la croissance, mais sa résilience est fragile.** La consommation devrait progresser de manière régulière, en ligne avec la croissance du revenu réel disponible, qui devrait continuer de se renforcer à court terme sous l'effet de la baisse de l'inflation et des tensions sur le marché du travail.
- **La faiblesse des investissements des entreprises continuera de freiner l'économie.** Le ralentissement de l'activité chez les principaux partenaires commerciaux du Royaume-Uni, tels que l'UE et les États-Unis, exercera une

pression baissière supplémentaire sur la croissance de l'investissement. Les fondamentaux se détériorent.

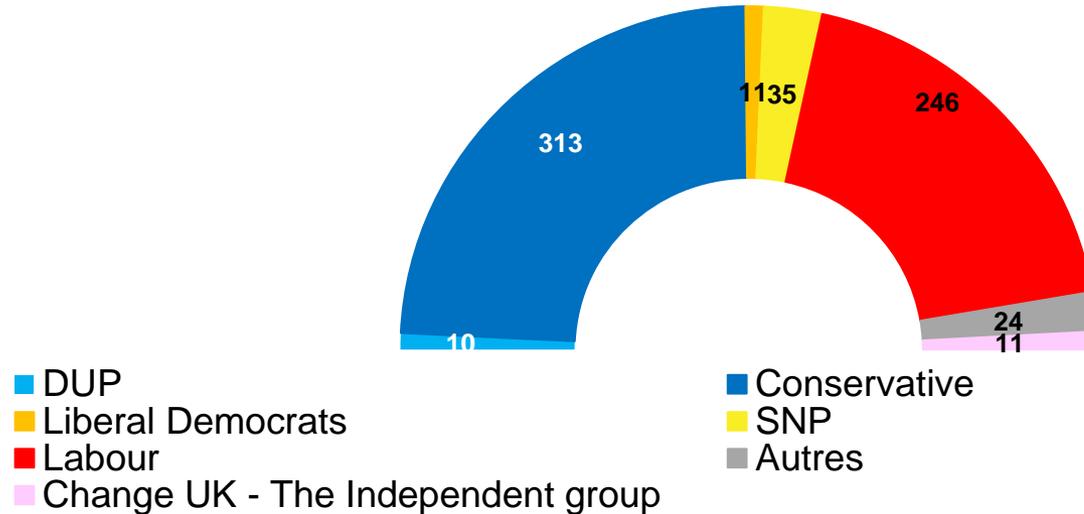
- **La contribution du commerce extérieur est médiocre**, en raison de l'affaiblissement de la demande mondiale et d'une probable appréciation de la livre sterling en fin d'année dans un scénario central où un *No-deal* est évité.
- **La BoE devrait abandonner son biais *hawkish* en août.** Nous nous attendons à ce que la Banque centrale d'Angleterre révise ses projections de croissance et d'inflation à la baisse en août. Nous tablons sur un taux directeur inchangé cette année et l'année prochaine. En revanche, en cas de *Brexit* sans accord, la BoE abaisserait probablement son taux directeur.
- **La politique budgétaire devrait être assouplie** quel que soit le prochain Premier ministre (Boris Johnson ou Jeremy Hunt), via une hausse des dépenses et une baisse des impôts. En cas de nouvelles élections, un probable gouvernement travailliste chercherait en plus à changer de modèle économique vers moins de libéralisme, ce qui limiterait l'effet positif sur l'économie de la perspective accrue d'un *soft Brexit*.

ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2019-2020

(Prévisions au T2 2019)

- 1 EN RÉSUMÉ : NOUVELLE EXTENSION DU BREXIT ET ÉLECTIONS ANTICIPÉES
- 2 FOCUS : UN BREXIT SANS ACCORD PEUT-IL ÊTRE À NOUVEAU ÉVITÉ ?
- 3 LES DERNIERS DÉVELOPPEMENTS ÉCONOMIQUES
- 4 LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO

Composition de la Chambre des communes



Source : Parlement britannique, Crédit Agricole SA/ECO

Notre scénario central table sur l'adoption d'une motion de censure début octobre (après un échec du nouveau Premier ministre dans ses tentatives de négociations avec l'UE) et sur la tenue d'élections anticipées avant la fin de l'année. En effet, l'arithmétique parlementaire compliquerait la vie du prochain Premier ministre s'il s'orientait vers un *Brexit* sans accord. La majorité du gouvernement (Parti conservateur + DUP) à la Chambre des communes est extrêmement courte : elle est passée de treize députés après les élections législatives de 2017 à seulement quatre députés et pourrait diminuer davantage après des élections partielles en août. Par conséquent, il est en principe plus

facile pour l'opposition de gagner une motion de censure, ce qui demanderait cependant que certains députés conservateurs pro-UE votent contre le gouvernement. Un tel scénario n'est par ailleurs pas certain, en raison des divisions qui existent au sein même du Parti travailliste : lors de la dernière tentative du Parti travailliste pour empêcher un *Brexit* sans accord, le 12 juin dernier, huit députés travaillistes ont voté avec le gouvernement, annulant presque entièrement le ralliement de dix députés conservateurs qui ont voté avec les Travaillistes.

LES RISQUES DE NO-DEAL SONT PLUS ÉLEVÉS QU'AUPARAVANT. IL SERA DIFFICILE, MAIS PAS IMPOSSIBLE, DE BLOQUER UNE SORTIE SANS ACCORD

Le résultat de la course pour la direction du Parti conservateur sera connu le 23 juillet. Boris Johnson devrait l'emporter avec une large majorité sur Jeremy Hunt et devenir le prochain Premier ministre. L'objectif de Boris Johnson est de quitter l'UE avec un accord le 31 octobre, il utilisera la menace d'un *no-deal* (et celle de ne pas payer la facture financière) comme moyen d'obtenir plus de concessions de l'UE. Il pense que les chances de quitter l'UE sans un accord sont très faibles.

Toutefois, l'UE n'a cessé de répéter que l'accord de retrait ne pourra pas être renégocié et ne le sera pas. L'impossibilité de renégocier l'accord de Theresa May augmente mécaniquement le risque d'une sortie sans accord le 31 octobre. Nous estimons la probabilité d'une sortie brutale du Royaume-Uni hors de l'UE le 31 octobre à près de 20%, mais elle pourrait être encore plus importante. Il est peu probable que le prochain leader conservateur demande une extension de l'Article 50 pour éviter un tel scénario, à moins que le Parlement ne l'y oblige.

Il sera plus compliqué qu'auparavant pour les députés de bloquer un *no-deal*. En effet, les « votes significatifs » (*meaningful votes*, qui obligeaient le gouvernement à obtenir l'approbation du Parlement sur l'accord de retrait et sur la déclaration politique) ne sont plus nécessaires et les députés pourraient ne pas avoir l'occasion de voter de motion sur le *Brexit* si le gouvernement ne soumet aucun projet de loi important à la Chambre des communes. De plus, même si une motion sur le *Brexit* était rejetée, cela ne serait pas juridiquement contraignant. Le seul moyen légal de bloquer un *Brexit* sans accord serait l'adoption d'une motion de censure, ce qui ne serait possible que si certains députés conservateurs votaient contre le gouvernement.

Si le gouvernement perd un vote de confiance, il dispose de 14 jours pour former un nouveau gouvernement qui tentera de gagner la confiance de la Chambre des

communes. Si un nouveau gouvernement n'est pas confirmé, des élections législatives anticipées auront alors lieu, mais seulement après un délai de 25 jours de séance parlementaire.

Le calendrier est extrêmement serré. Un vote de confiance peut être déclenché soit immédiatement après la nomination du prochain chef conservateur en juillet, soit début septembre ou encore en octobre. En effet, la pause parlementaire d'été durera du 25 juillet au 3 septembre et les travaux parlementaires seront à nouveau interrompus du 26 septembre au 2 octobre pour la conférence du Parti conservateur. La Chambre des Communes se réunira à nouveau en octobre, quelques semaines seulement avant l'expiration du délai, le 31 octobre.

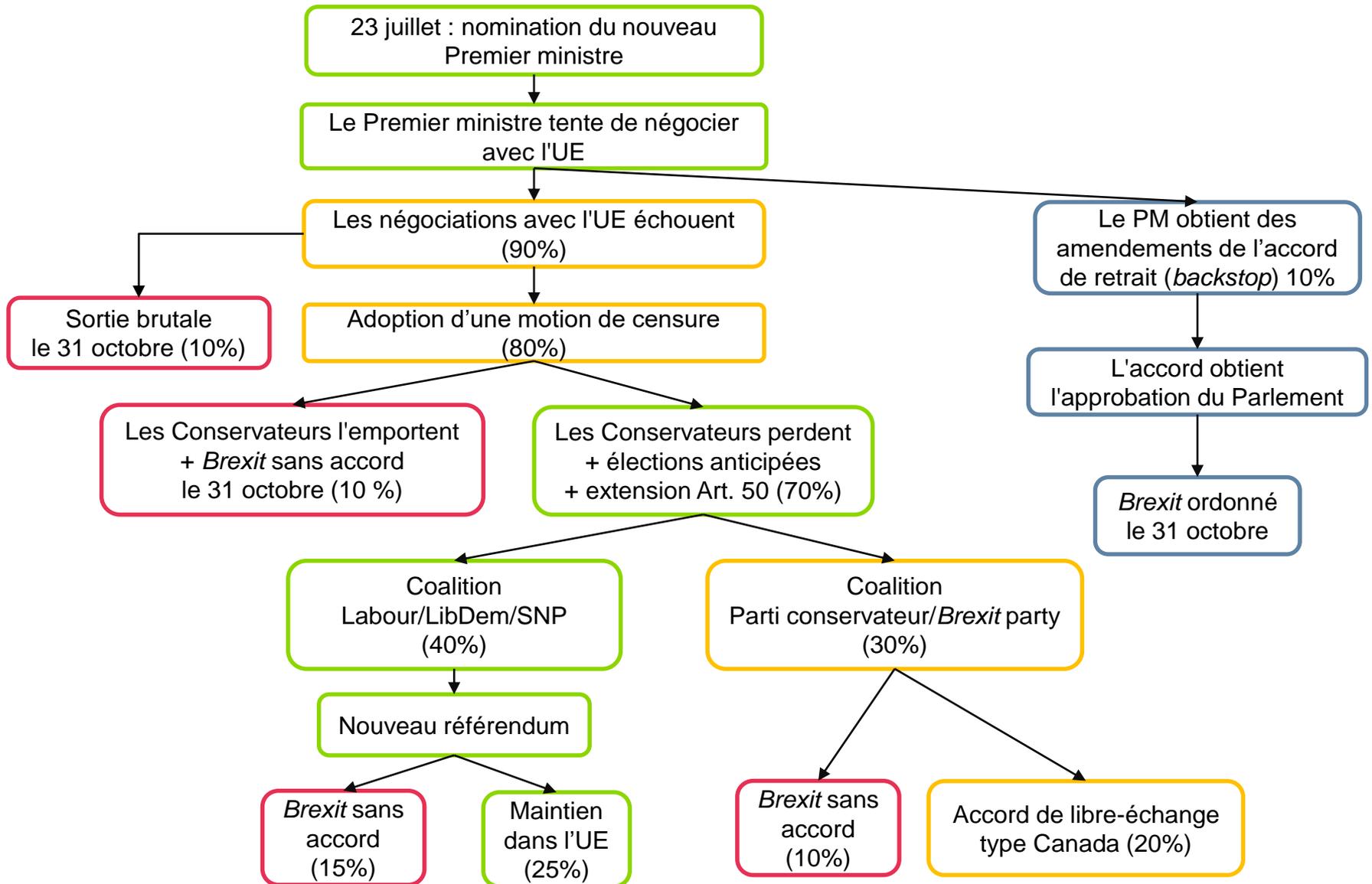
- 25 juillet - 3 septembre : pause d'été de la Chambre des Communes
- 29 septembre - 2 octobre : conférence du Parti conservateur
- 17-18 octobre : réunion du Conseil de l'UE : dernière réunion de ce type avant le *Brexit*
- 31 octobre 2019 : *Brexit*

Si une motion de censure était adoptée en octobre, après des tentatives infructueuses du nouveau Premier ministre de renégocier l'accord de retrait avec l'UE, de nouvelles élections législatives pourraient avoir lieu avant la fin de l'année. La probabilité d'un second référendum a également augmenté de manière significative récemment, depuis que le dirigeant travailliste, Jeremy Corbyn, a officiellement annoncé qu'il souhaitait la tenue d'un second référendum permettant aux Britanniques de choisir entre *Brexit* sans accord et maintien du Royaume-Uni dans l'UE.

2

UN BREXIT SANS ACCORD PEUT-IL ÊTRE À NOUVEAU ÉVITÉ ?

SCÉNARIOS ET PROBABILITÉS

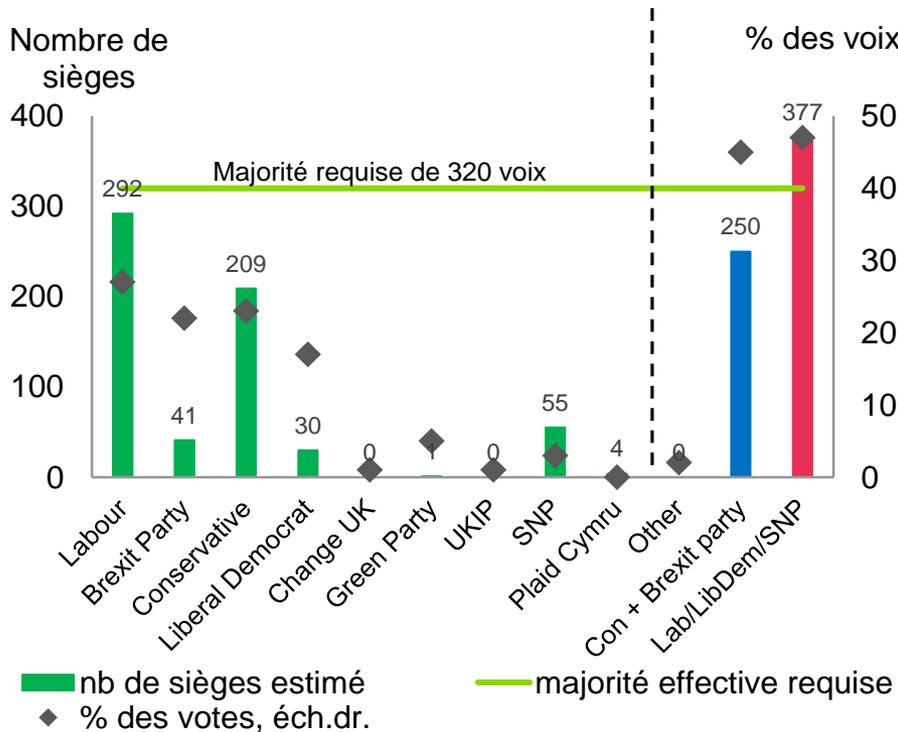


UN BREXIT SANS ACCORD PEUT-IL ÊTRE À NOUVEAU ÉVITÉ ?

LE RÉSULTAT D'ÉVENTUELLES ÉLECTIONS ANTICIPÉES

RESTE DIFFICILE À PRÉVOIR

Intentions de vote et nombre de sièges en cas d'élections législatives

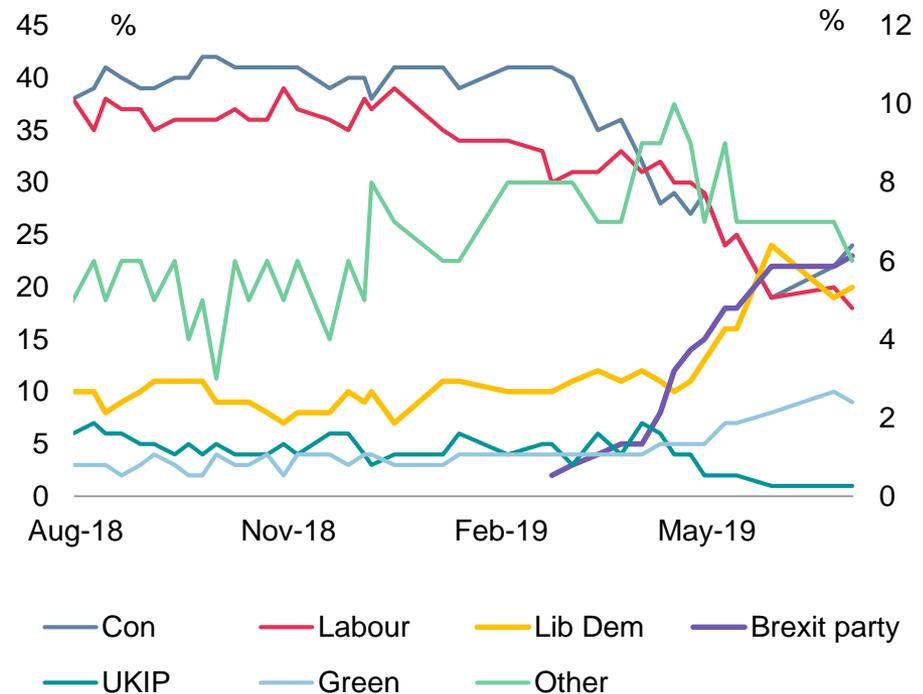


Sources : sondage ComRes 11 juin 2019, Crédit Agricole SA / ECO

Le résultat d'éventuelles élections anticipées est difficile à prévoir. Selon les sondages actuels, une coalition de gauche Labour/LibDem, incluant potentiellement le SNP (Parti national écossais), semble légèrement plus probable qu'un nouveau gouvernement conservateur minoritaire. Un tel résultat augmenterait la probabilité d'un *Brexit* « doux » (scénario d'union douanière, a minima) et de celle d'un nouveau référendum.

Toutefois, les effets positifs d'un *Brexit* « doux » sur les marchés et

Les intentions de vote suggèrent une absence de victoire nette et un nouveau parlement sans majorité



Sources : YouGov 3 juillet 2019, Crédit Agricole SA / ECO

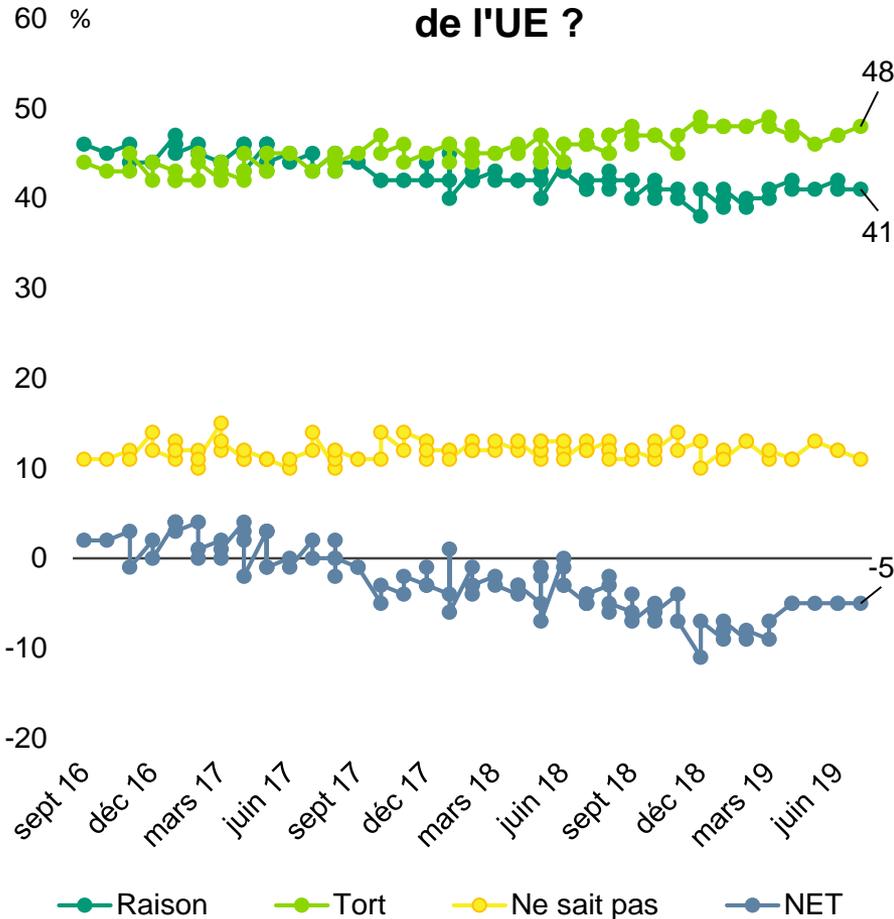
l'économie seraient atténués par les intentions travaillistes en termes de politique fiscale (moins favorable aux entreprises et aux particuliers avec une augmentation des impôts sur les sociétés et sur le revenu, afin de financer des dépenses publiques plus importantes) et de nationalisation (plans en faveur de la nationalisation d'entreprises ferroviaires, de réseaux de distribution d'énergie, de compagnies des eaux et d'entreprises de distribution du courrier).

2

UN BREXIT SANS ACCORD PEUT-IL ÊTRE À NOUVEAU ÉVITÉ ?

LA PROBABILITÉ D'UN DEUXIÈME RÉFÉRENDUM A ÉGALEMENT AUGMENTÉ

Avec le recul, pensez-vous que la Grande-Bretagne a eu raison ou tort de voter en faveur d'un départ de l'UE ?



Sources : YouGov 3 juillet 2019, Crédit Agricole SA / ECO

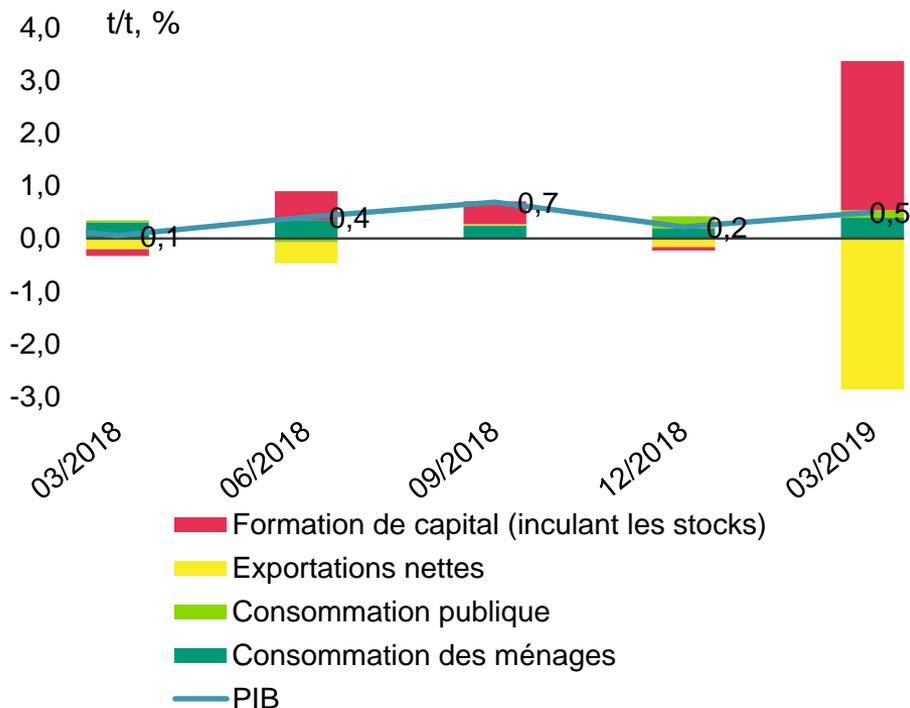
- Le leader du Parti travailliste, Jeremy Corbyn, soutient maintenant officiellement l'idée d'un nouveau référendum.
- Au départ, il devait s'agir d'un référendum de confirmation de l'accord signé avec l'UE, mais avec la montée du risque de *no-deal*, il souhaite un référendum entre **no-deal** et **maintien dans l'UE**.
- Un nouveau référendum est sujet à des **contraintes législatives** et à l'approbation du gouvernement.
- **La mise en œuvre prend beaucoup de temps, au moins 21 semaines** (il avait fallu 56 semaines pour le référendum de 2016). Elle comprend :
 - **La préparation législative** (minimum de 11 semaines) servant à préciser la question, le calendrier, la franchise...
 - **La période de campagne** (minimum de 10 semaines).

ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2019-2020

(Prévisions au T2 2019)

- 1 EN RÉSUMÉ : NOUVELLE EXTENSION DU BREXIT ET ÉLECTIONS ANTICIPÉES
- 2 FOCUS : UN BREXIT SANS ACCORD PEUT-IL ÊTRE À NOUVEAU ÉVITÉ ?
- 3 LES DERNIERS DÉVELOPPEMENTS ÉCONOMIQUES
- 4 LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO

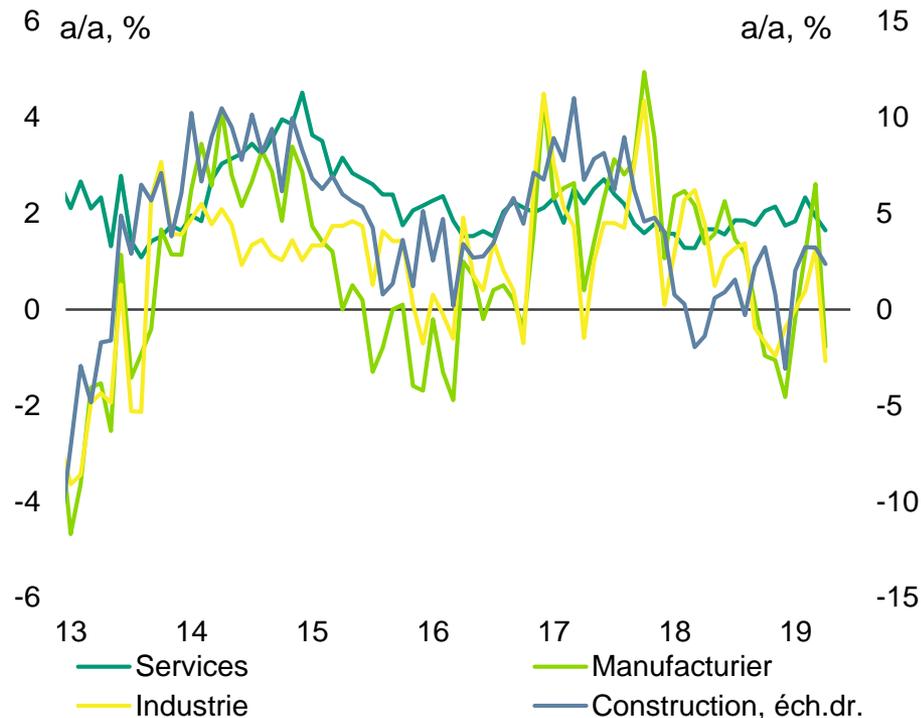
Ventilation du PIB et des dépenses



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance du PIB a été relativement forte au premier trimestre 2019 : 0,5% en variation trimestrielle. La consommation des ménages (+0,6%), la consommation publique (+0,8%) et l'investissement (+1,2%) ont contribué positivement, tandis que le commerce net a contribué négativement (-2,9 points de pourcentage). L'investissement productif a surpris positivement avec une hausse de 0,4% sur le trimestre, après s'être contracté au cours de chacun des quatre trimestres précédents. Les enquêtes montrent une forte augmentation du nombre d'entreprises qui ont augmenté leurs stocks. La constitution de stocks a également stimulé les importations, qui ont augmenté de 10,8% par rapport au trimestre précédent, un chiffre énorme.

PIB et secteurs clés



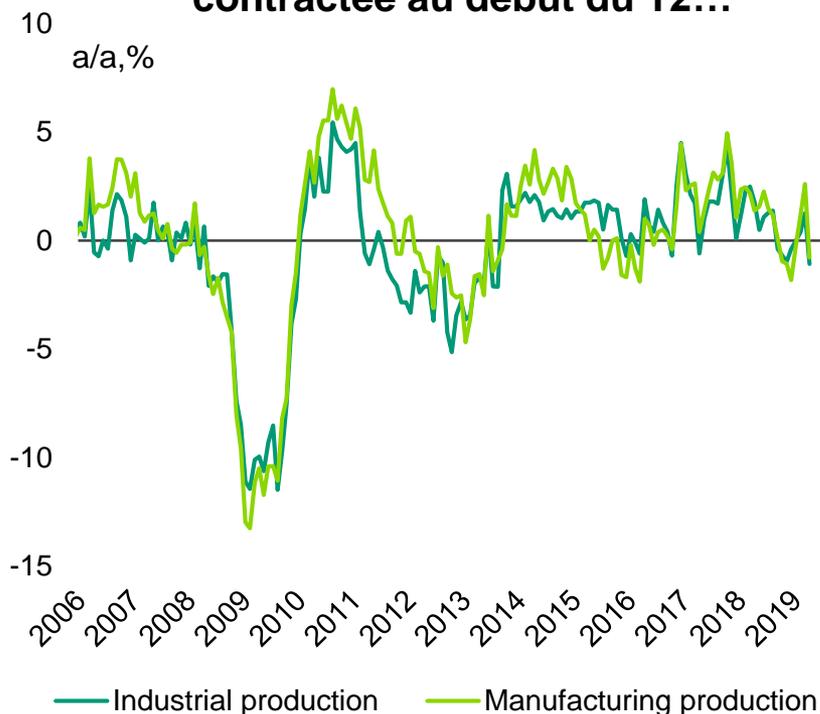
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'activité a progressé dans les trois principaux secteurs d'activité au premier trimestre. Le secteur des services a légèrement ralenti (à 0,4% sur le trimestre, contre une moyenne de 0,5% par trimestre en 2018), mais la production industrielle a bondi (+1,1% en variation trimestrielle), la production manufacturière ayant augmenté de 1,9% sur le trimestre, sa progression la plus élevée depuis le troisième trimestre 1999. Selon l'ONS, ce bond de la production manufacturière est principalement lié aux produits alimentaires, aux boissons et au tabac et confirme les enquêtes signalant une constitution de stocks par les entreprises dans le cadre de leur plan d'urgence en préparation du *Brexit*, initialement prévu fin mars 2019.

LES DERNIERS DÉVELOPPEMENTS ÉCONOMIQUES

DES DONNÉES D'ACTIVITÉ TRÈS FAIBLES DANS L'INDUSTRIE AU DÉBUT DU T2

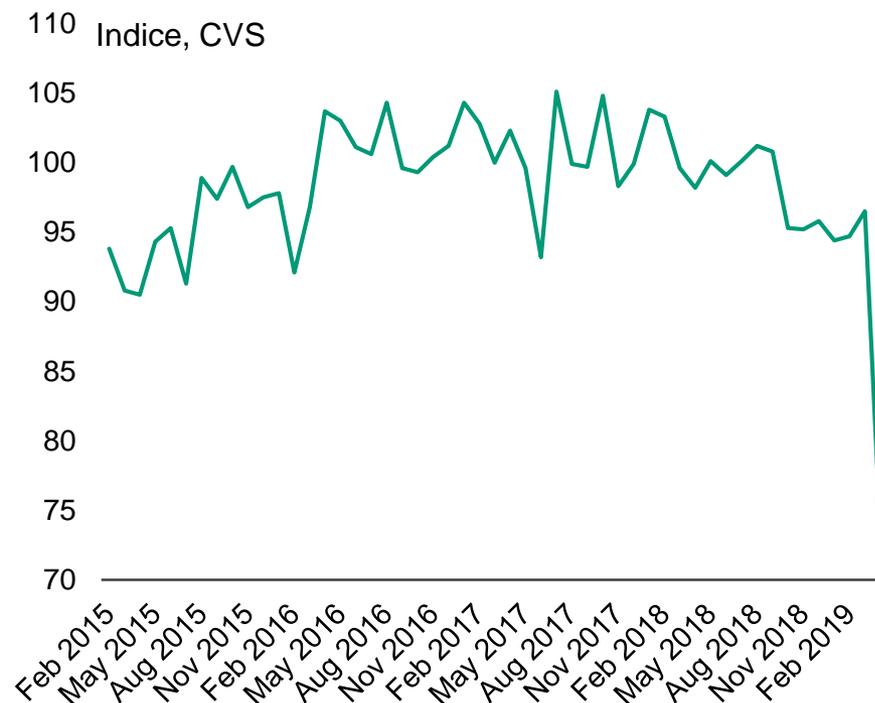
La production manufacturière s'est fortement contractée au début du T2...



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La production manufacturière a chuté de 3,9% en avril par rapport au mois précédent, sa plus forte baisse depuis juin 2002. La production industrielle s'est contractée de 2,7%. L'effet d'acquis est donc fortement négatif pour le deuxième trimestre, à -2,9%. Plusieurs facteurs pèsent sur la production : les effets liés au *Brexit*, mais aussi la faiblesse de la demande intérieure et la baisse progressive des ventes à l'exportation dans l'industrie automobile.

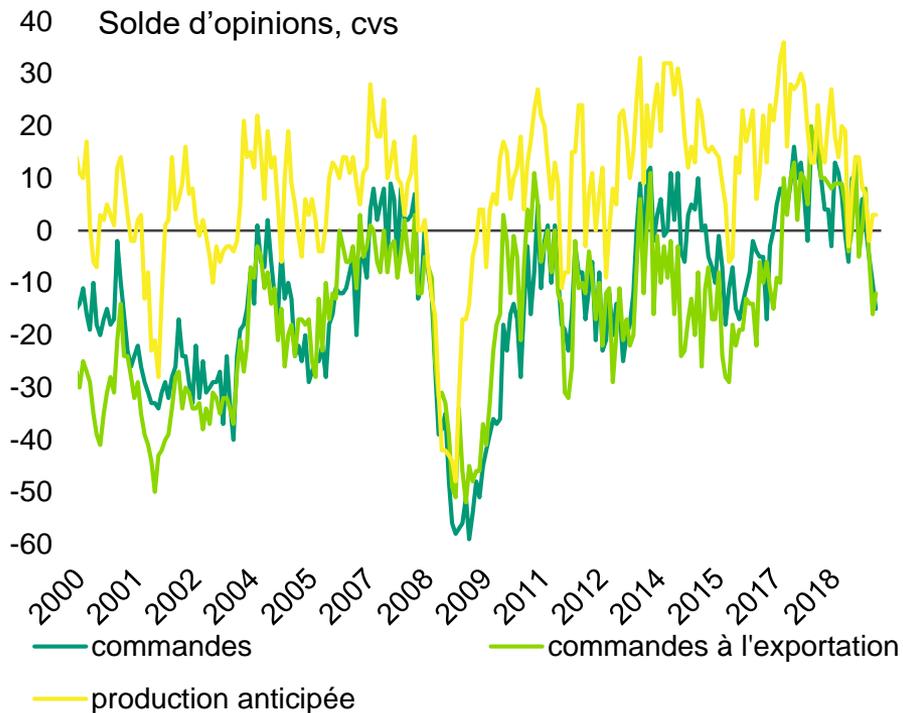
... en raison d'une chute record du nombre de véhicules à moteur



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La plus forte contribution à la baisse mensuelle de la production manufacturière est venue de la production de matériel de transport qui a reculé de 13,4%, la plus forte baisse depuis janvier 1974. Au sein de la production de matériel de transport, la production de véhicules automobiles a enregistré une baisse record de 24%, en raison des fermetures planifiées en avril 2019 dans cette industrie, fermetures elles-mêmes liées au *Brexit* et à une demande intérieure et extérieure plus faible.

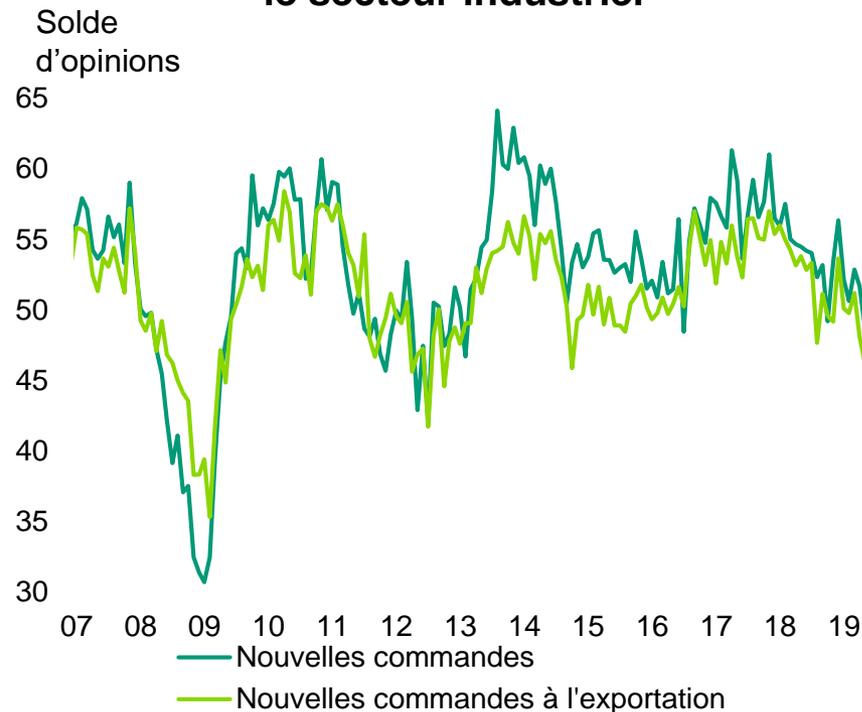
Enquêtes CBI dans l'industrie en juin 2019



Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

Les commandes à l'industrie reculent en raison de la faiblesse des exportations et de la demande intérieure, comme le montrent les enquêtes CBI et PMI. L'enquête auprès des agents de la BoE du deuxième trimestre montre que l'activité sera vraisemblablement temporairement plus forte qu'à l'accoutumée, les fermetures d'usines ayant été avancées au mois d'avril en raison de la date initiale du *Brexit* (29 mars 2019). En conséquence, la production du mois d'août devrait être plus importante cette année que ce qu'on observe habituellement.

Indices PMI : commandes dans le secteur industriel



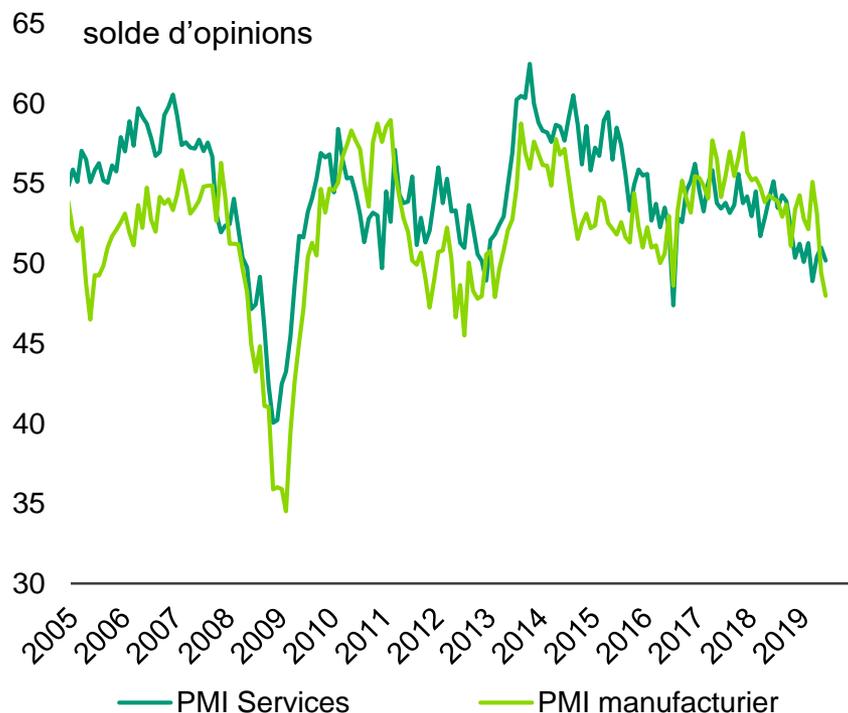
Sources: Markit, Crédit Agricole SA / ECO

L'enquête PMI dans le secteur manufacturier montre que les commandes se contractent à présent pour le deuxième mois consécutif. En juin, l'indice PMI manufacturier est tombé à son plus bas niveau depuis février 2013, ce qui s'explique par le déstockage consécutif au sur-stockage de précaution observé avant la date initialement prévue pour le *Brexit*. Les entreprises ont indiqué que les facteurs ayant le plus contribué au recul des nouvelles commandes et de la production sont le niveau élevé des stocks, les incertitudes persistantes liées au *Brexit*, le ralentissement économique et l'intensification de la concurrence.

LES DERNIERS DÉVELOPPEMENTS ÉCONOMIQUES

UNE LÉGÈRE CONTRACTION DU PIB EST PROBABLE AU T2

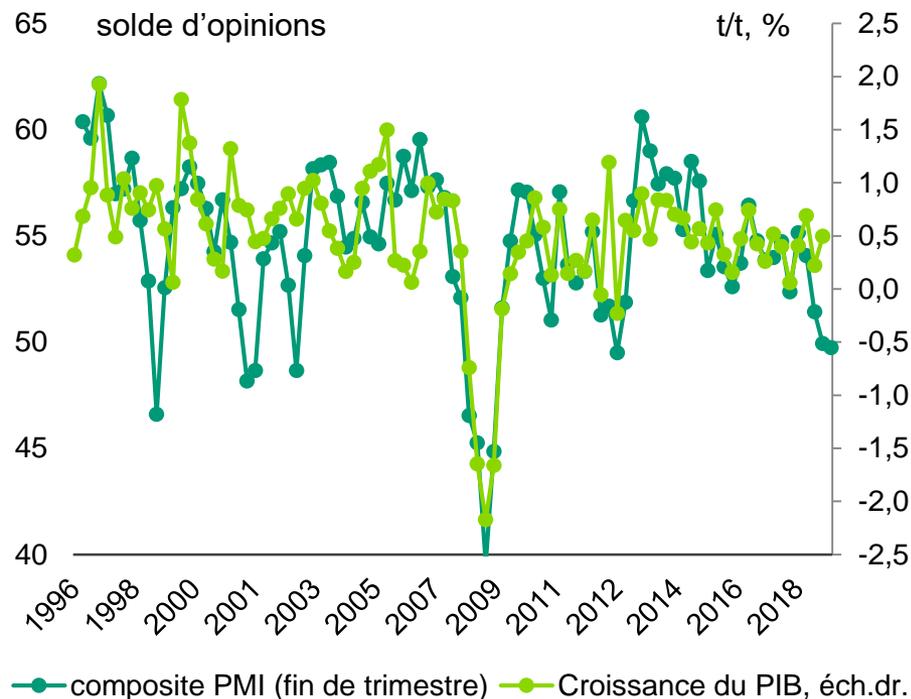
Enquêtes PMI du mois de juin



Sources : Markit, Crédit Agricole SA / ECO

L'indice PMI composite est tombé à 49,7 en juin, la première baisse sous le seuil des 50 points depuis juillet 2016, le mois suivant le vote en faveur du *Brexit*. La croissance ralentit dans le secteur des services, bien qu'elle soit plus résistante que dans l'industrie, où la contraction s'accroît.

L'indice PMI suggère une contraction de l'activité pour la première fois depuis le référendum sur le *Brexit*



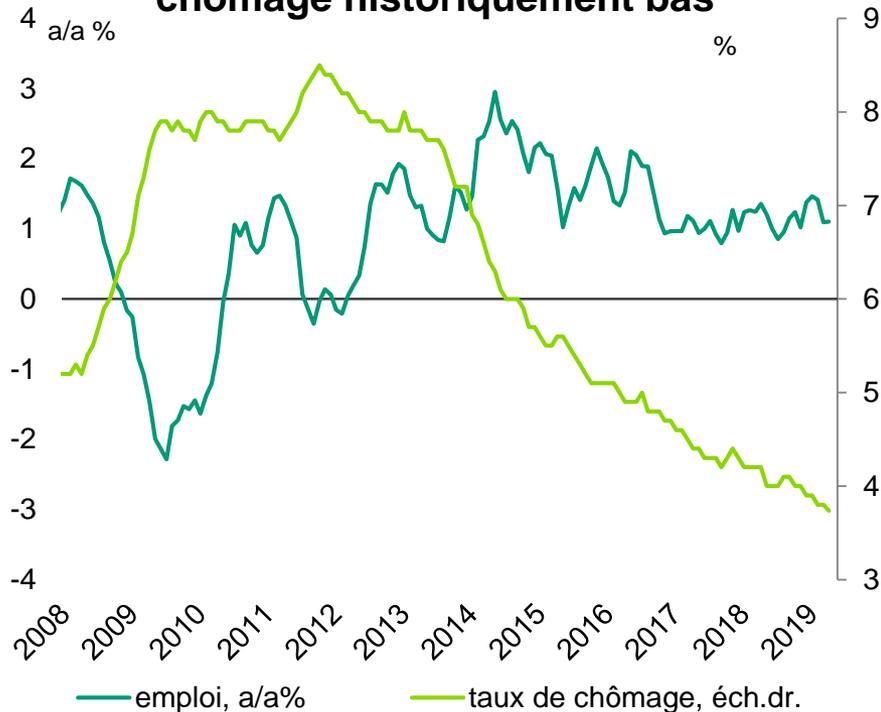
Sources : Markit, Crédit Agricole SA / ECO

Nous prévoyons une stagnation du PIB au deuxième trimestre 2019, mais les enquêtes du mois de juin et la faiblesse des données d'activité dans l'industrie au début du trimestre suggèrent que l'activité pourrait même s'être légèrement contractée. Les indices PMI, quant à eux, suggèrent une contraction du PIB d'environ 0,1% en variation trimestrielle.

LES DERNIERS DÉVELOPPEMENTS ÉCONOMIQUES

DES SIGNES DE RALENTISSEMENT SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

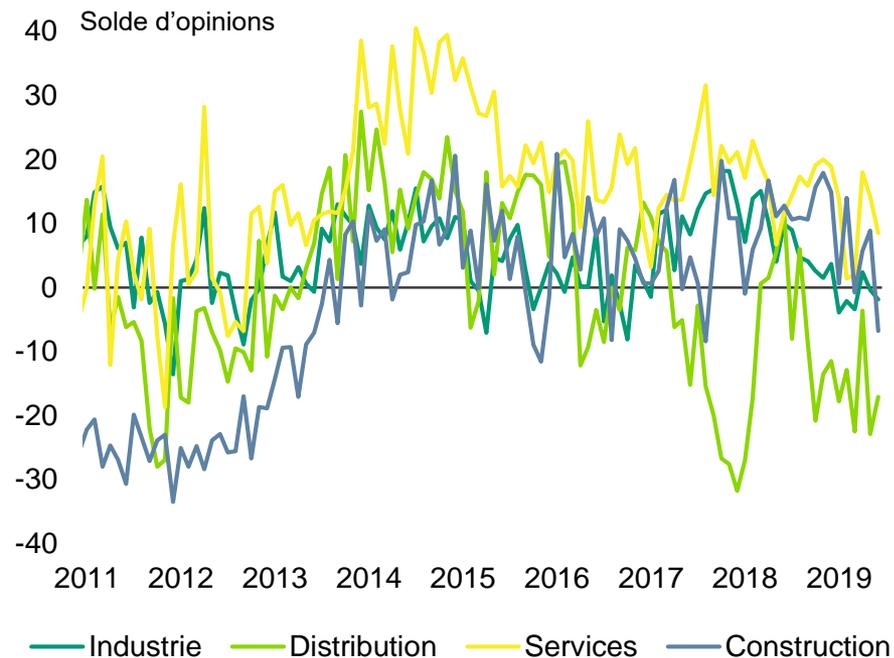
Tensions sur le marché du travail : croissance régulière de l'emploi et taux de chômage historiquement bas



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance de l'emploi est restée solide cette année, malgré les incertitudes liées au *Brexit*. Ainsi, après une progression de 166 000 au quatrième trimestre 2018, l'emploi a continué de progresser à +100 000 unités au premier trimestre 2019, malgré un recul de 24 000 unités en mars. La baisse du taux de chômage s'est poursuivie, avec un taux de 3,8% sur la période février 2019-avril 2019 (contre un niveau d'équilibre non inflationniste estimé à 4,25%). Les autres mesures de la main-d'œuvre disponible ont également continué à diminuer. Toutefois, certains signes indiquent que la demande de main-d'œuvre pourrait

Mais les anticipations en matière d'emploi sont moins élevées, ce qui annonce une baisse de la demande de main-d'œuvre



Sources : DG Ecfm, Crédit Agricole SA / ECO

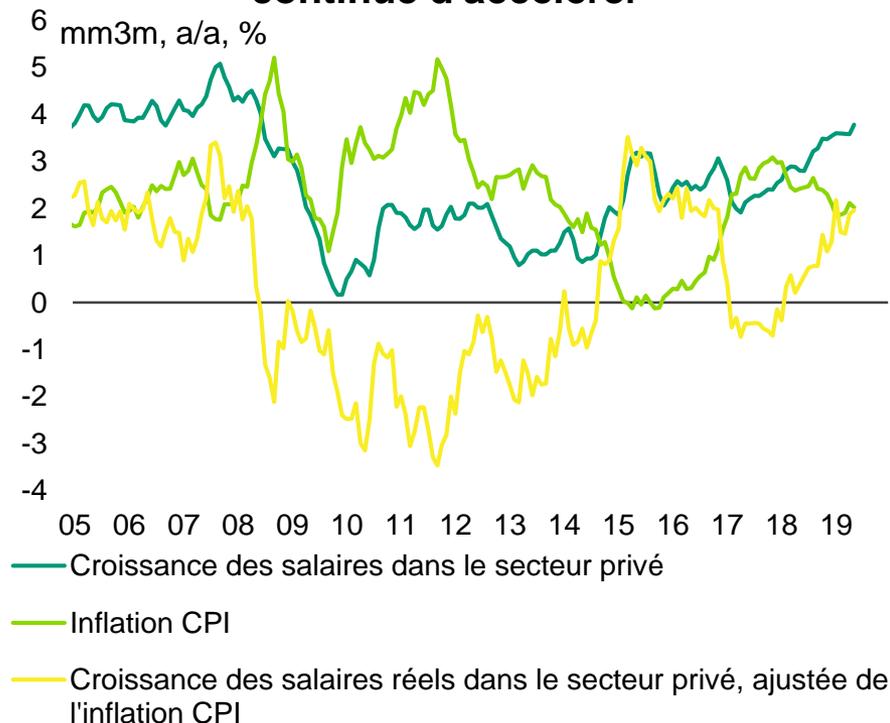
être en train de s'affaiblir.

Les attentes en matière d'emploi ont été ajustées à la baisse dans tous les secteurs. Les enquêtes sur les difficultés de recrutement sont également devenues plus contrastées. L'enquête Agents score de la BoE suggère que le marché du travail va rester tendu, mais les enquêtes CBI ont récemment reculé par rapport à leurs points hauts et le nombre de postes vacants est en baisse depuis fin 2018.

LES DERNIERS DÉVELOPPEMENTS ÉCONOMIQUES

LA PROGRESSION DES SALAIRES DEVRAIT RALENTIR

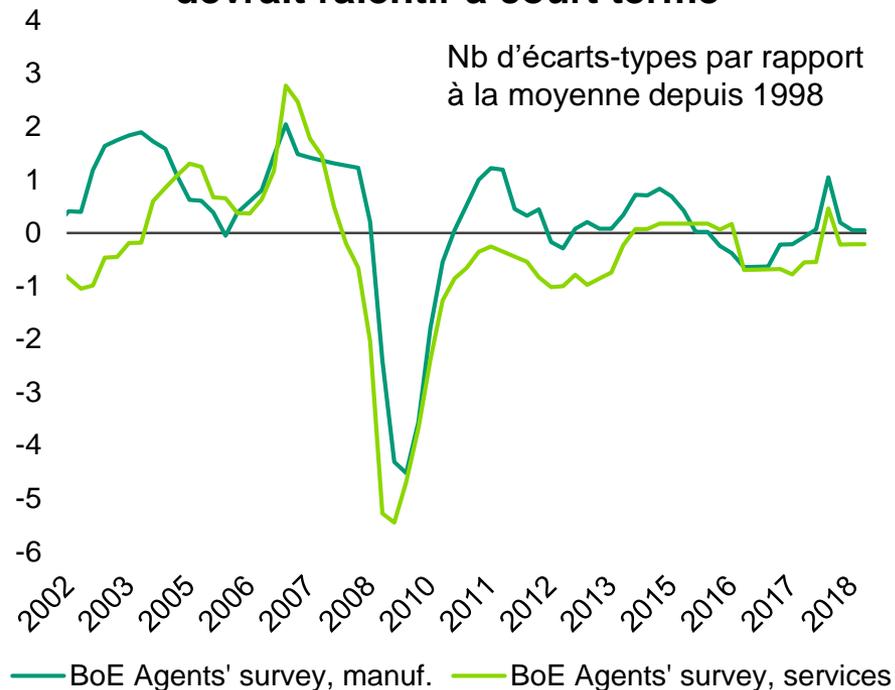
La croissance des salaires nominaux se stabilise, la croissance des salaires réels continue d'accélérer



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La progression des salaires s'est accélérée en 2018, sous l'effet des tensions sur le marché du travail et de certains effets techniques liés à la composition de l'indice, effets qui pourraient se dissiper à court terme. Depuis octobre 2018, la moyenne mobile sur trois mois du glissement annuel des salaires s'est stabilisée à près de 3,4% (3,5% en glissement annuel dans le secteur privé), un chiffre qui reste supérieur à sa moyenne *post-crise*. Toutefois, la modération de l'inflation (l'inflation CPI des prix à la consommation est tombée à 2% en avril) a entraîné une ré-accelération de la croissance des salaires réels (+1,7% en glissement annuel au cours de la période février 2019-avril 2019).

Les enquêtes sur les accords salariaux indiquent que la croissance des salaires devrait ralentir à court terme



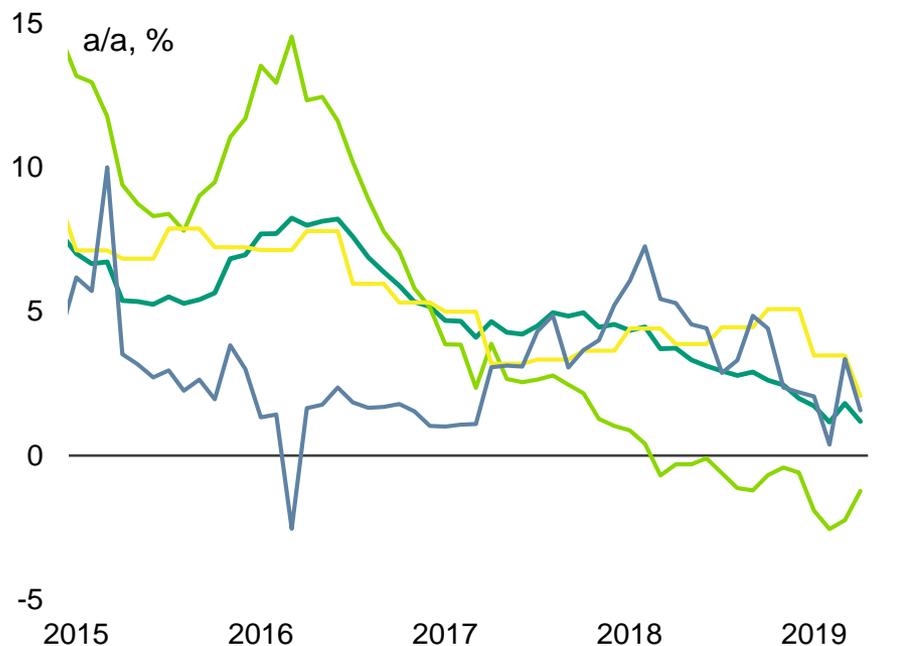
Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

Les enquêtes sur les accords salariaux et les indicateurs mensuels suggèrent que la progression des salaires pourrait avoir atteint un palier et qu'elle ralentira probablement dans les mois à venir. À moyen terme, des gains de productivité plus élevés seraient nécessaires pour qu'apparaissent des pressions haussières durables sur les salaires. La combinaison d'une progression jusqu'ici forte des salaires et de faibles gains de productivité (0,8% au premier trimestre 2019 en glissement annuel) a entraîné une croissance plus élevée que prévu des coûts unitaires du travail (2,1% au premier trimestre en glissement annuel), ce qui explique l'attitude relativement *hawkish* de la Banque d'Angleterre.

LES DERNIERS DÉVELOPPEMENTS ÉCONOMIQUES

LA TENDANCE À L'AFFAIBLISSEMENT DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL SE POURSUIT

Atterrissage en douceur des prix de l'immobilier résidentiel

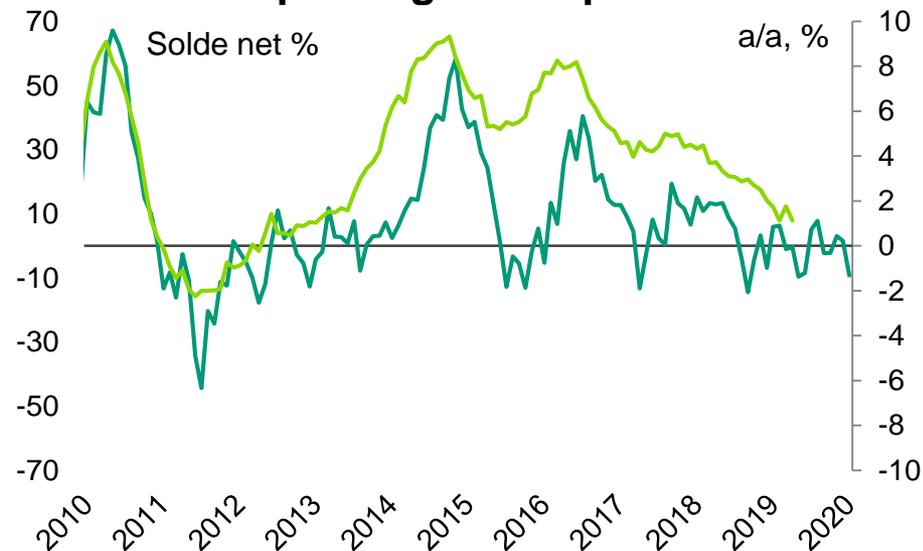


— Grande-Bretagne — Londres — Irlande du Nord — Ecosse

Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le ralentissement graduel du marché du logement s'est poursuivi et s'est étendu à toutes les régions du Royaume-Uni. La hausse des prix a ralenti à 1,4% en glissement annuel pour la période février 2019-avril 2019, le taux le plus faible depuis 2013. La croissance des nouveaux prêts au logement, qui est étroitement liée à l'inflation des prix des logements, a été proche de zéro au cours des trois derniers mois, alors qu'elle était proche de 10% il y a deux ans.

L'enquête RICS suggère une stagnation prolongée des prix



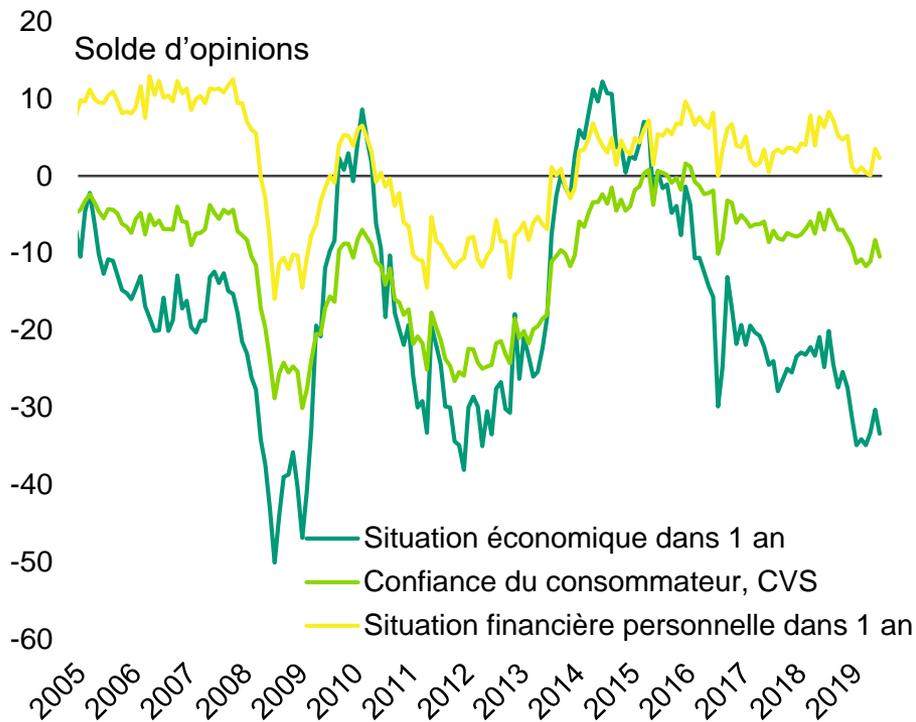
— Solde net % — a/a, %

— Nouvelles enquêtes d'achats moins les instructions de vente, avancées de 12 m
— Indice des prix immobiliers ONS, éch.dr.

Sources : RICS, ONS, Crédit Agricole SA / ECO

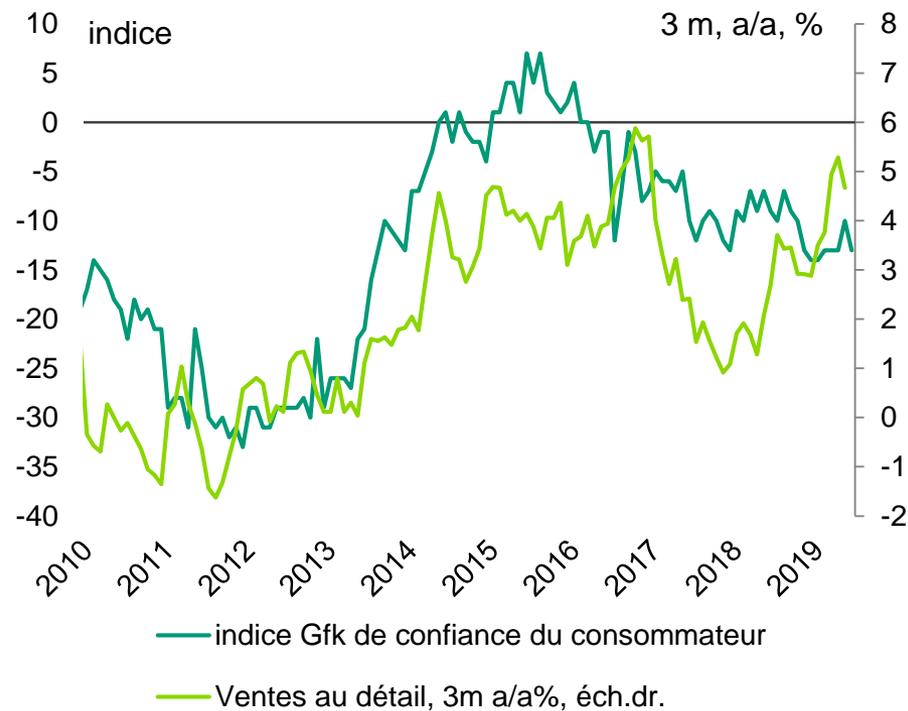
Les incertitudes liées au *Brexit* sont un facteur clé de la faiblesse de l'inflation des prix des logements, selon les enquêtes RICS, parallèlement à d'autres facteurs tels que les changements de règles pour l'investissement locatif et le changement des critères d'accession à la propriété. L'offre a également pesé sur les prix, la construction de logements s'étant bien maintenue après le référendum, ce qui a entraîné une offre excédentaire de logements dans certaines régions. L'inflation des prix de l'immobilier devrait continuer à diminuer à court terme.

Les consommateurs restent optimistes quant à leurs perspectives personnelles



Après avoir fortement chuté en 2018, la confiance du consommateur est restée relativement stable depuis le début de l'année. Les consommateurs restent optimistes concernant leur situation financière personnelle, tout en étant beaucoup moins confiants sur les perspectives économiques générales. Ils ont continué à soutenir leur consommation en puisant dans leur épargne : le taux d'épargne a encore baissé, à 4,4% au premier trimestre 2019, contre 4,8% au quatrième trimestre 2018.

La croissance des ventes au détail temporairement stimulée par le *Brexit*



D'autres indicateurs avancés sont moins porteurs. Les immatriculations étaient en baisse de 2,1% en glissement annuel en juin et les ventes au détail ralentissaient avec une progression en baisse, à +2,3% en glissement annuel en mai. Nous prévoyons un ralentissement de la consommation des ménages à +0,4% en variation trimestrielle au deuxième trimestre 2019, après +0,6% au premier trimestre, l'effet temporaire du sur-stockage précédant la date initialement prévue pour le *Brexit* se résorbant progressivement.

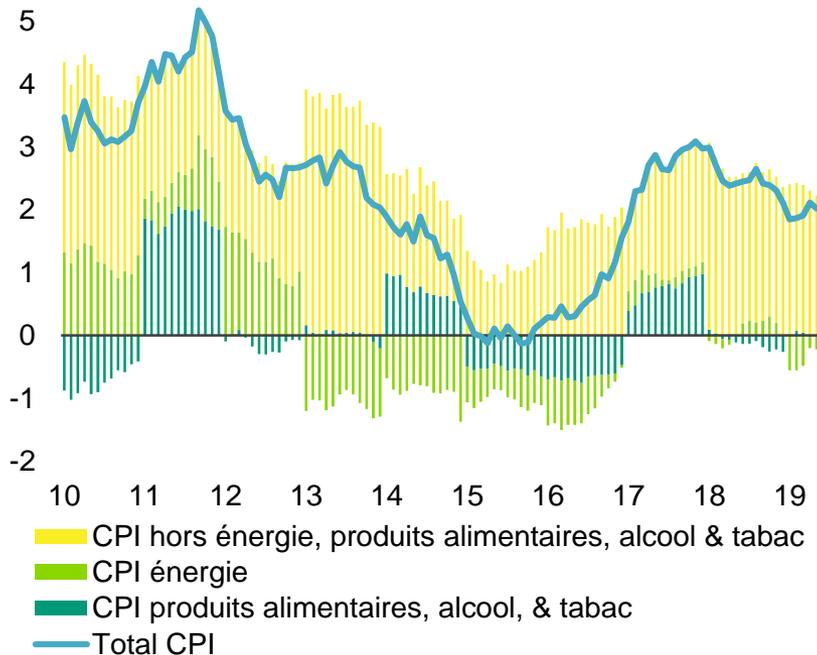
ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2019-2020

(Prévisions au T2 2019)

- 1 EN RÉSUMÉ : NOUVELLE EXTENSION DU BREXIT ET ÉLECTIONS ANTICIPÉES
- 2 FOCUS : UN BREXIT SANS ACCORD PEUT-IL ÊTRE À NOUVEAU ÉVITÉ ?
- 3 LES DERNIERS DÉVELOPPEMENTS ÉCONOMIQUES
- 4 | LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO

L'inflation des prix à la consommation et ses principales composantes

6 %, a/a

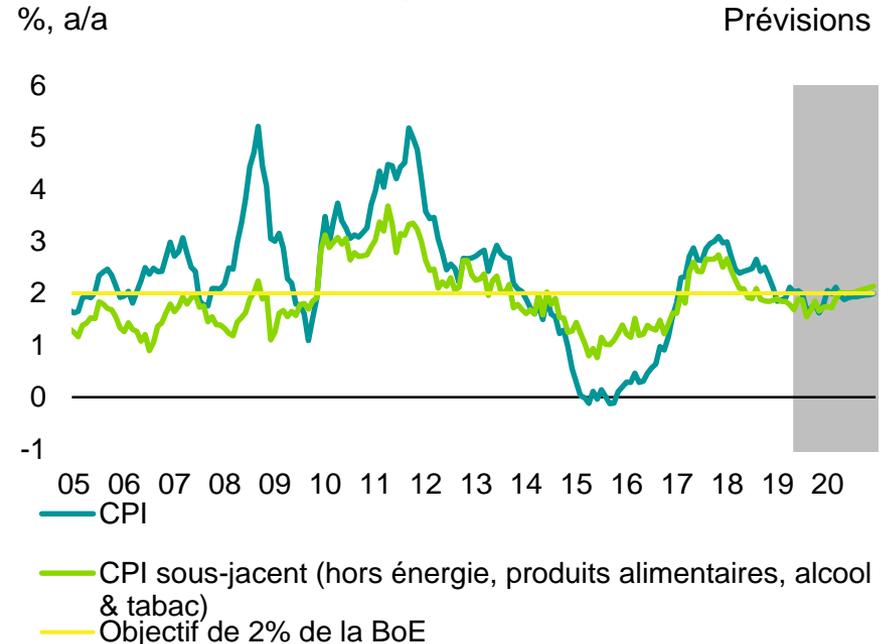


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'inflation CPI des prix à la consommation est tombée à 2% en mai, en ligne avec l'objectif de la BoE, les effets inflationnistes de la dépréciation *post-référendum* de la livre s'étant dissipés. L'inflation des biens industriels hors énergie, qui est sensible aux variations des taux de change, est désormais proche de 0%, contre 2,5% fin 2017. L'inflation sous-jacente est tombée à 1,7% en glissement annuel en mai, son niveau le plus bas depuis janvier 2017, ce qui suggère que les entreprises n'ont pas encore répercuté la hausse des coûts salariaux sur leurs prix de vente. L'inflation des services a ralenti, passant de 2,8% en novembre à 2,5% en mai.

L'inflation devrait passer sous la cible de la BoE pendant la majeure partie de la période de prévision

%, a/a



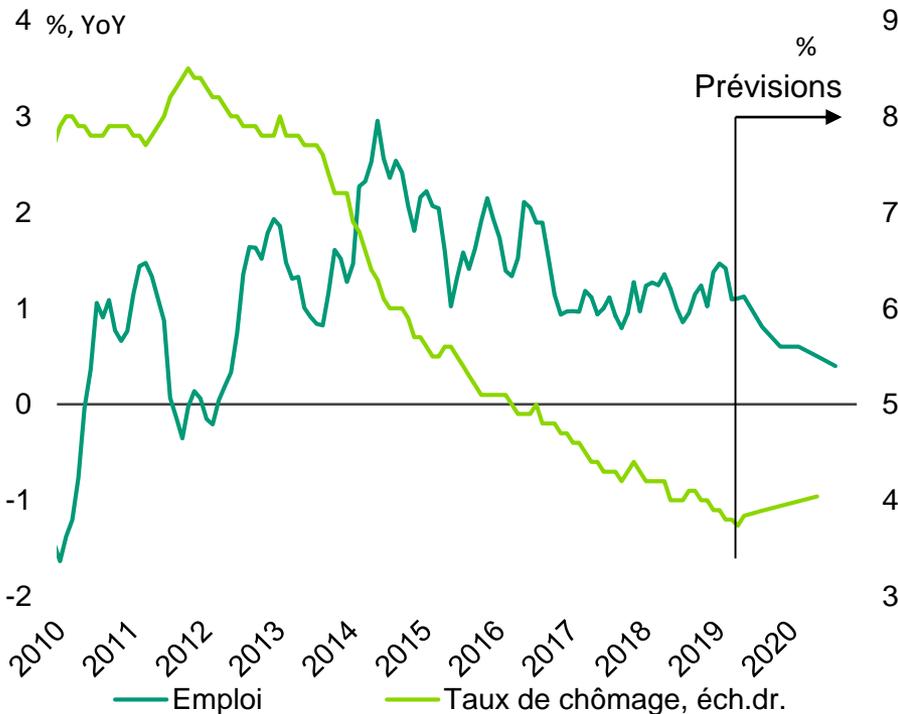
Sources : EC, Gfk, ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Nous tablons sur une poursuite de la baisse de l'inflation cette année, à 1,7% en moyenne au quatrième trimestre 2019 (sous l'effet d'une moindre contribution des prix de l'énergie), puis sur un rebond vers la cible de 2% au premier trimestre 2020. L'inflation sous-jacente devrait rester proche de ses niveaux actuels, dans la mesure où nous n'attendons pas d'accélération des pressions inflationnistes domestiques. En effet, la hausse des salaires devrait se stabiliser au cours des prochains mois, puis ralentir en 2020, le marché du travail réagissant au recul des perspectives de croissance par une croissance moins forte de l'emploi.

LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO

LE MARCHÉ DU TRAVAIL, EN SITUATION DE PLEIN EMPLOI, DEVRAIT RALENTIR PROGRESSIVEMENT

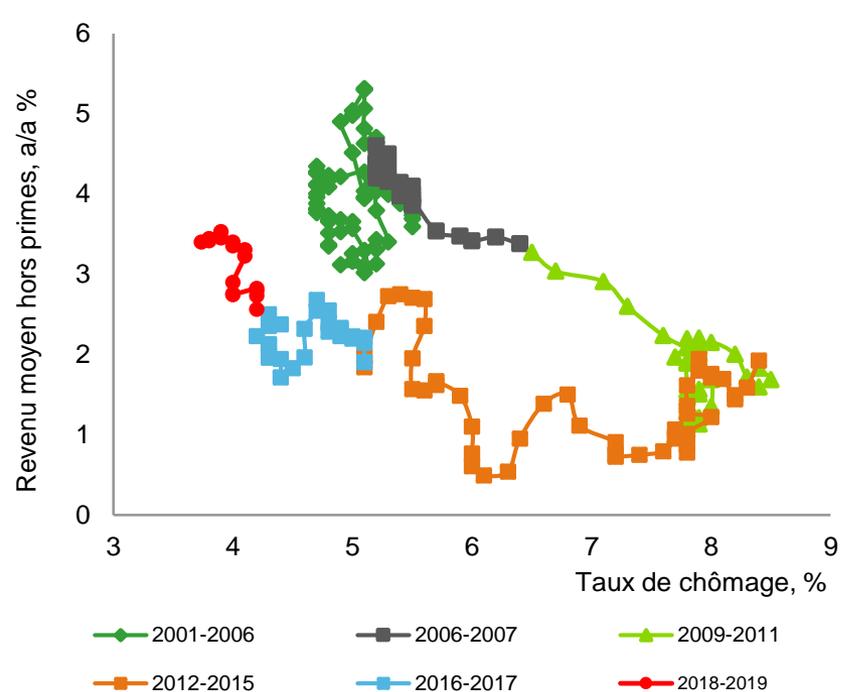
Emploi et taux de chômage



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Nous tablons sur une croissance plus faible de l'emploi dans les mois qui viennent et sur une légère hausse du taux de chômage tout au long de 2020 à 4% (niveau qui reste inférieur au taux d'équilibre à long terme), sous l'hypothèse d'un taux de participation stable à 63,8%. La croissance des salaires devrait s'inscrire en léger repli cette année, tout en restant proche de ses niveaux élevés actuels en raison de la persistance des tensions sur le marché du travail. Les perspectives pour l'année prochaine sont plus incertaines dans la mesure où la situation de l'emploi dépendra également de la politique migratoire qui sera adoptée par le Royaume-Uni après le *Brexit*. Notre scénario central table sur une extension de l'article 50,

La courbe de Phillips s'est pentifiée depuis 2018



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

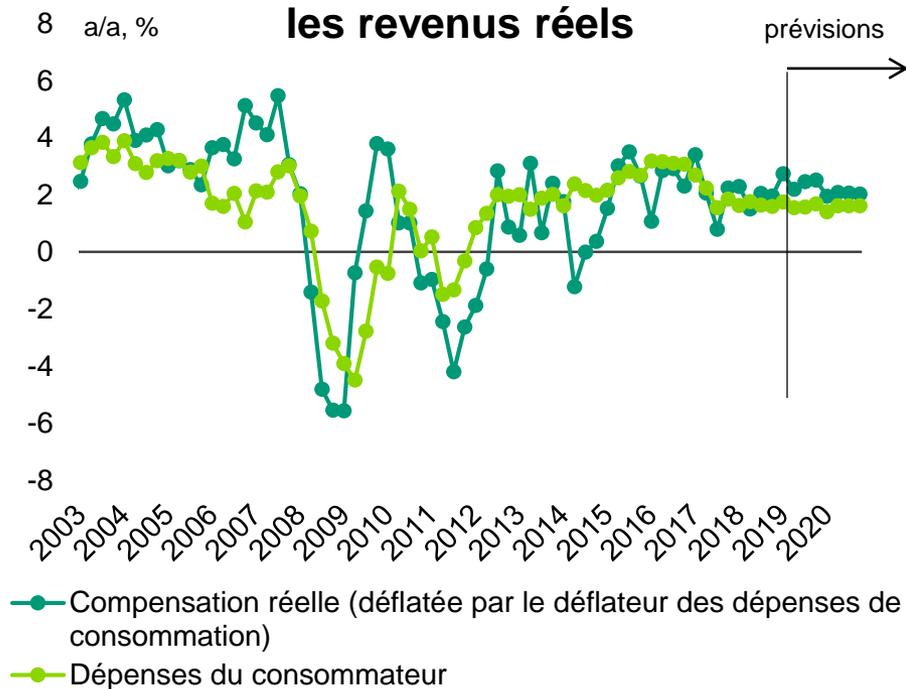
auquel cas aucun changement n'interviendrait dans la libre circulation des citoyens de l'UE sur notre période de prévision. Toutefois, des pénuries de main-d'œuvre liées à une baisse des taux d'immigration en provenance de l'UE sont possibles, certains secteurs continueraient alors probablement à rencontrer des difficultés de recrutement et à générer des pressions haussières sur les salaires. La BoE, par exemple, s'attend à une accélération de la croissance des revenus hebdomadaires moyens à 3,5% en 2020 et 3,75% en 2021, mais elle révisera probablement ces chiffres à la baisse dans l'*Inflation report* du mois d'août.

4

LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO

LA CONSOMMATION DES MÉNAGES : UN PILIER FRAGILE DE LA CROISSANCE

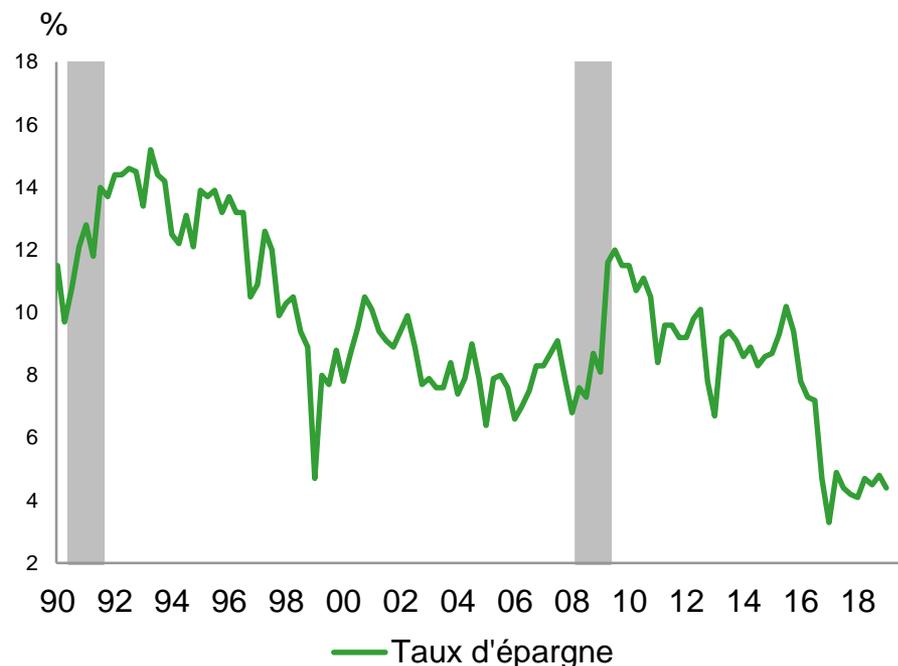
La consommation des ménages devrait évoluer globalement au même rythme que les revenus réels



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La consommation des ménages devrait continuer à évoluer au même rythme que les revenus réels. Le pouvoir d'achat devrait augmenter fortement cette année sous l'effet du recul prévu de l'inflation, qui devrait compenser un léger tassement de la progression des salaires. Toutefois, le ralentissement attendu de la croissance de l'emploi (lié au ralentissement de la croissance en 2020) conjugué à une légère remontée de l'inflation devrait entraîner un léger fléchissement de la croissance du pouvoir d'achat l'an prochain. Tant que les ménages sont confiants quant à leur situation future, ils devraient continuer à épargner moins et à emprunter davantage afin de continuer à consommer. Nous nous attendons par

Le taux d'épargne reste extrêmement faible



Sources : Gfk, ONS, Crédit Agricole SA / ECO

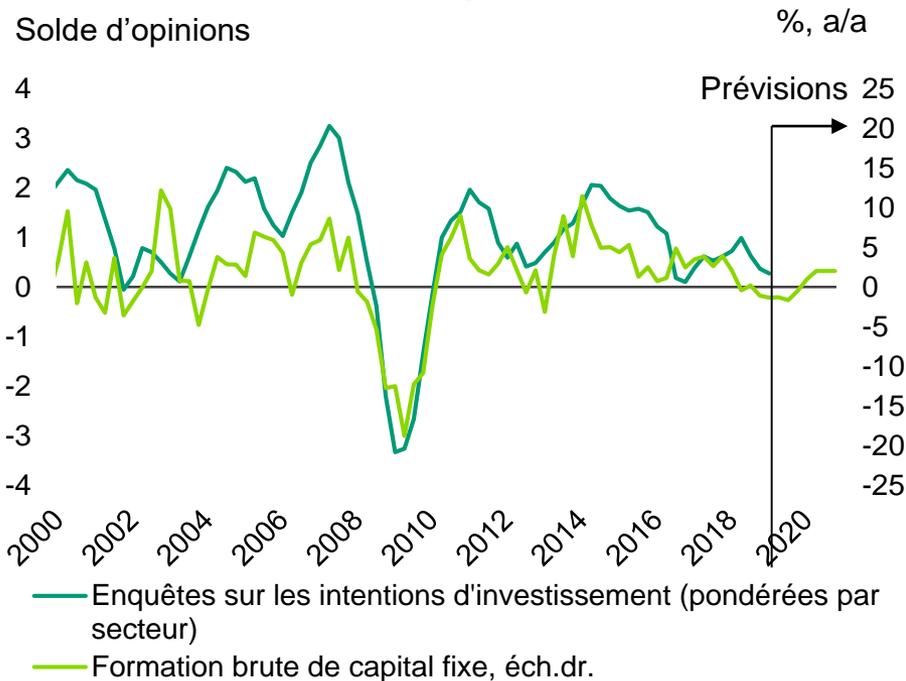
conséquent à une croissance de la consommation des ménages proche de son niveau actuel : 1,7% en 2019 et 1,6% en 2020. Une politique monétaire prudente et une politique budgétaire accommodante devraient rester favorables. La situation financière des ménages est cependant fragile et la faiblesse du taux d'épargne est préoccupante quant à la résilience de la consommation en cas de choc économique. Le risque d'une correction des dépenses serait important, si les ménages étaient amenés à revoir fortement leurs attentes en matière de revenus futurs.

4

LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO

LE BREXIT ET LES INCERTITUDES MONDIALES PÈSENT SUR L'INVESTISSEMENT

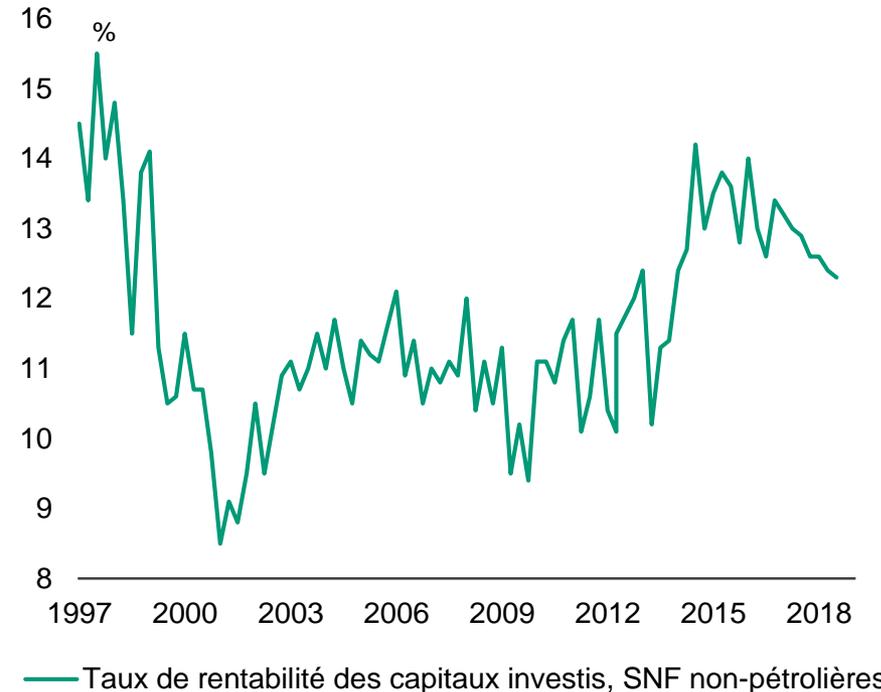
Intentions d'investissement et formation de capital



Sources : BoE Agents Survey, ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'investissement productif a diminué de 0,4% en 2018, en baisse pendant quatre trimestres consécutifs, sous-performant à la fois les phases de reprise précédentes et les autres pays du G7. Le *Brexit* a été l'une des trois plus importantes sources d'incertitude pour les entreprises. Le gouverneur de la BoE, Mark Carney, estime que le *Brexit* a provoqué une baisse de 12% des investissements des entreprises. Les intentions d'investissement se sont encore affaiblies à la fin de l'année dernière et au début de cette année, à la fois dans le secteur manufacturier et dans celui des services.

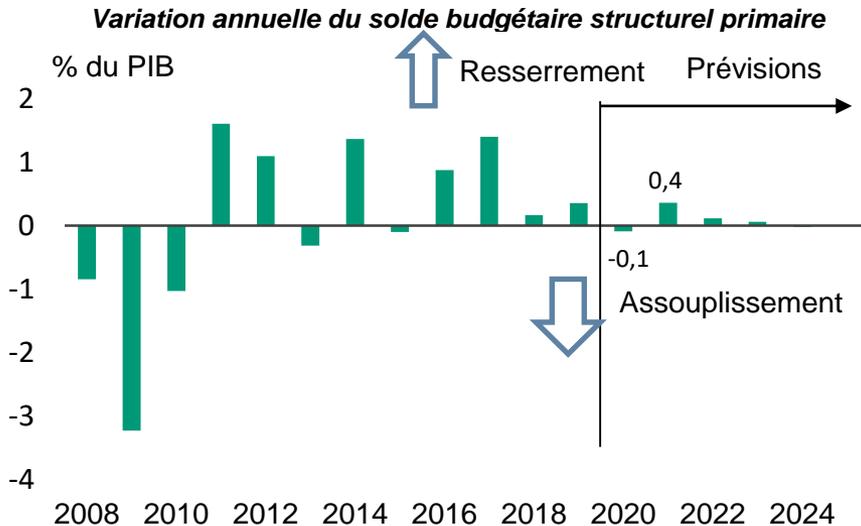
Baisse de la profitabilité des SNF



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

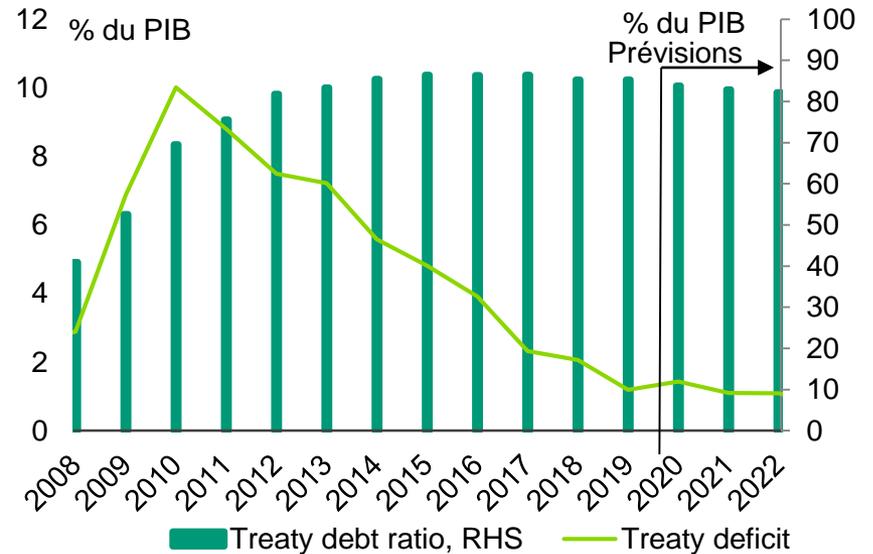
Nous nous attendons à une certaine amélioration l'an prochain en raison de notre hypothèse de *Brexit* 'doux', mais cette amélioration resterait limitée. Les fondamentaux se sont détériorés, avec notamment une baisse de la rentabilité liée à la hausse du coût unitaire du travail. L'environnement mondial plus incertain ajoute aux incertitudes liées au *Brexit* et suggère une persistance de la faiblesse de l'investissement des entreprises, malgré le faible niveau des taux d'intérêt.

Selon les plans actuels, le resserrement budgétaire devrait reprendre en 2020/2021



Le budget présenté en octobre 2018 pour l'exercice 2019-2020 a donné lieu au plus important assouplissement budgétaire depuis la crise de 2008/2009. Ce budget prévoit une augmentation significative des dépenses du NHS (le système de la santé publique du Royaume-Uni) : 27,5 Mds £ d'ici 2023 des dépenses sociales, ainsi qu'une baisse des impôts. L'OBR (*Office for Budget Responsibility*, organisme indépendant de surveillance du budget) avait alors estimé que ces mesures allaient provoquer une baisse de 0,3% de l'excédent primaire structurel au cours de l'exercice 2019-2020. Ce chiffre a ensuite été révisé à seulement 0,1% en mars, à la suite du *Spring statement*. Les recettes fiscales provenant de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le revenu ont continué d'être supérieures aux attentes en raison d'une croissance plus forte que prévu des salaires, de l'emploi et du taux de participation au marché du travail. Ceci, combiné à la baisse de la charge d'intérêt sur la dette, s'est traduit en 2018-2019 par le déficit budgétaire le plus faible depuis l'exercice 2001-2002, à 24 milliards de GBP (1,1% du PIB). Les projections budgétaires reposent sur

La manne fiscale sert à réduire la dette publique



l'hypothèse d'un « départ ordonné de l'UE le 29 mars et une période de transition qui durera jusqu'à fin 2020 ».

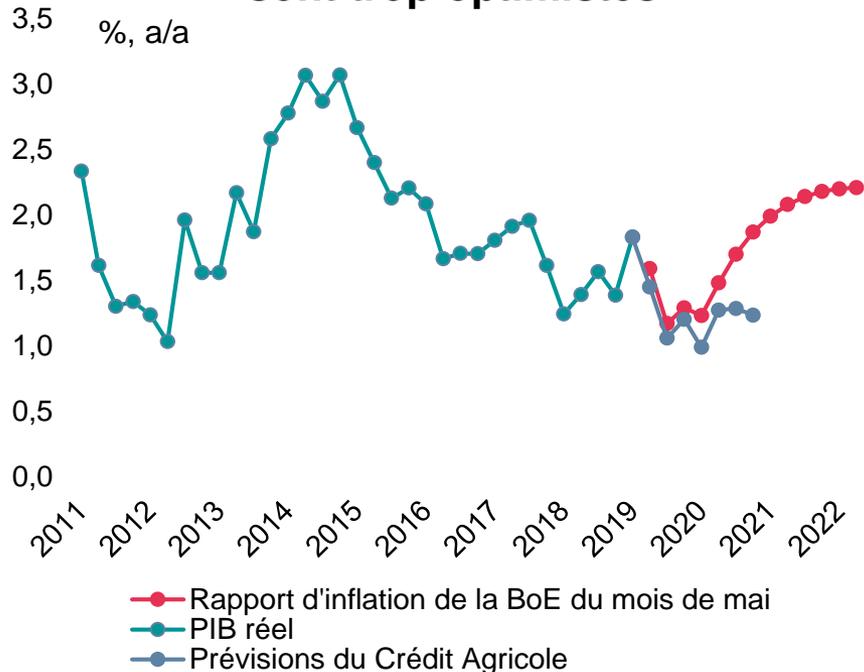
Les deux candidats au poste de Premier ministre s'engagent à assouplir la politique budgétaire, d'une manière comparable voire plus importante que ce qu'évoque les promesses électorales du parti travailliste de 2017 (1 à 2% du PIB). Les deux principales propositions fiscales de Boris Johnson consistent à relever le seuil de la tranche supérieure de l'impôt sur le revenu de 50 000 £ à 80 000 £ et à augmenter le seuil à partir duquel les gens commencent à payer les cotisations sociales (*National Insurance Contributions* ou NICs). Ces mesures, si elles étaient mises en œuvre, accroîtraient le déficit public de 25 milliards de livres par an (1,2% du PIB), selon l'IFS (*Institute for Fiscal Studies*). Jeremy Hunt propose quant à lui un assouplissement budgétaire encore plus important, d'un montant de 42 milliards de livres, avec notamment une baisse de l'impôt sur les sociétés à 12,5% et une augmentation des dépenses de défense à 2,5% du PIB au cours des cinq prochaines années.

4

LA BASE DE NOTRE SCÉNARIO

A MINIMA, LA BANQUE D'ANGLETERRE DEVRAIT REPORTER TOUTE NORMALISATION

Les prévisions de croissance de la BoE sont trop optimistes

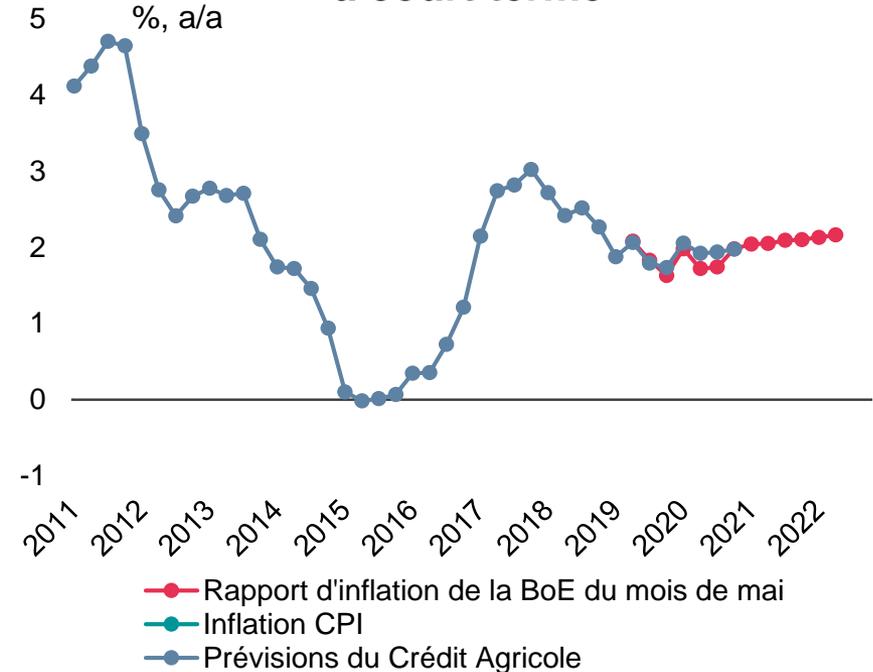


Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole S.A.

Contrairement à la Fed et à la BCE, la BoE n'a pour le moment pas suggéré de baisse de taux sur son horizon de prévision. Dans ses minutes de juin, la BoE a réitéré ses prévisions relativement optimistes à moyen terme dans un scénario écartant le *No-deal* : « les pressions inflationnistes domestiques devraient se renforcer lorsque la demande excédentaire se manifestera, ce qui devrait provoquer une hausse de l'inflation au-dessus de la cible de 2% dans deux ans et une poursuite de la hausse à la fin de notre période de prévision de trois ans ». À court terme, toutefois, la Banque centrale s'attend à une légère augmentation des capacités inutilisées, à une modération de la croissance des salaires et à un repli de l'inflation sous la cible des 2%.

Les discours récents de membres du Comité de politique monétaire (MPC)

L'inflation CPI devrait passer sous la cible à court terme



Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole S.A.

suggèrent que le Comité est partagé sur les perspectives en matière d'inflation et de politique monétaire. Le gouverneur, Mark Carney, a récemment laissé entendre que l'affaiblissement de la croissance mondiale et les tensions commerciales liées aux États-Unis sont susceptibles d'avoir plus d'importance que prévu sur l'évolution des taux directeurs. D'autres membres du MPC restent cependant optimistes sur les prévisions économiques et d'inflation. Sylvania Teneyro continue ainsi d'estimer qu'un « léger resserrement monétaire » sera nécessaire au cours de la période de prévision.

Nous avons modifié notre scénario central : nous ne tablons plus sur une hausse du taux directeur au premier trimestre 2020 et attendons désormais une politique monétaire inchangée cette année et l'année prochaine.



**POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :**
<http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit - **Statistiques :** Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles
sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.